

周度经济观察

——恒大冲击来袭，金融风险可控

袁方¹ 章森（联系人）² 束加沛（联系人）³

2021年9月23日

内容提要

近期恒大债务违约的事件发酵，海外投资者担忧中国房地产市场重演 2008 年美国金融危机的场景，港股、美股出现较大调整。

尽管当前恒大债务的处置方案尚不清晰，但我们认为国内房地产行业的债务出清过程对金融系统的影响有限。房地产行业高杠杆的终结有助于资源配置效率的提升，以及宏观经济的稳定。

对资本市场而言，房地产行业长期积累的债务得到出清，将推动行业集中度提升、以及龙头公司盈利改善，从而推升房地产行业估值。同时这一过程也将明显缓解银行体系坏账的压力，银行板块的估值也有望迎来重新定价。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

3 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

一、恒大冲击来袭，金融风险可控

7月以来随着房地产供需两端政策的收紧，全国商品房销售量急剧萎缩，新开工大幅下滑，投资增速持续回落，恒大等房企债务面临违约重组的风险。近期这一风险逐步发酵，海外投资者担忧中国房地产市场重演2008年美国金融危机的场景，港股、美股出现较大调整。

然而国内市场参与者更倾向于认为即使恒大破产也难以引发系统性金融风险，在海外市场调整的同时，国内房地产行业指数逆势上涨。尽管当前恒大债务的处置方案尚不清晰，但我们认为房地产行业的债务出清过程对中国金融系统的影响有限，房地产高杠杆模式的终结从长期来看有助于资源配置效率的提升，以及宏观经济的稳定。

回顾2008年金融危机，金融风险蔓延很重要的因素源于雷曼兄弟破产引发的市场挤提，巨量的挤提导致多数金融机构流动性快速枯竭，金融风险短时间内无序扩散，美联储最终不得不通过大规模购买资产、大幅下调利率为市场注入流动性。因此如果恒大债务重组，引发国内金融机构和投资人对其他房地产公司挤提，比如理财市场、银行贷款市场的挤提，以及零售层面居民短期内购房需求自发冻结，那么这一影响的程度将明显放大，央行也将会通过流动性大幅宽松来对冲。事实上包商银行事件中，银行同业市场发生了挤提的情况，中小银行普遍承受巨大的资金流出压力，央行最终紧急注入流动性来缓解这一局面，最终没有出现明显的风险扩散。

从近期国内各市场的反应来看，恒大的债务问题引发多数房地产企业被挤提的概率较低，而且监管部门在处置包商、海航、永煤事件中积累了丰富的经验，

风险阻断和政策对冲及时，因此国内系统性金融风险爆发的可能微乎其微，当然恒大债务的处置进展仍然值得密切留意。

如果未来恒大债务重组发生，这可能不一定代表监管对房地产行业政策的收紧结束，更有可能意味着房地产行业债务出清最猛烈的时点已经出现。与 2016 年供给侧改革类似，这一时点过后，房地产行业长期积累的债务问题将得到很大程度出清，行业集中度将进一步提升，行业内企业盈利有望改善，估值中枢可能持续抬升。这一情景的到来，也将明显缓解银行体系坏账的压力，银行板块的估值也有望迎来重新定价。

当然这一政策的执行对宏观经济的影响显而易见。疫情后宏观经济本身表现偏弱，近期疫情的扩散、地产以及碳中和政策的执行对经济形成了额外的压力。市场开始猜测政策能够容忍的经济增速底线，以及未来政策发力的方向。从迄今为止的情况来看，政策当局保持了较强的定力，对经济波动的容忍度明显提升。

我们倾向于认为，在对房地产行业债务彻底出清前，房地产行业政策的实质调整可能性较低。尽管地方债发行节奏偏慢，基建投资表现偏弱，但对地方政府隐性债务的管控将持续较严。在基建和地产难以大幅发力的背景下，经济增速的下滑在未来半年将延续，社融和信贷增速将长时间表现偏弱。

从政策的应对来看，在对房地产和地方政府去杠杆的同时，央行始终维持总量层面偏宽松的流动性环境。这一财政去杠杆的手段，有助于将更多信贷资源挤入民营部门，从而避免经济失速下滑。在这一环境下，央行持续大幅宽松的可能性较低，预计四季度央行有望再次降准，并持续疏通货币政策传导渠道，类似于 2014 年持续降息的概率有限。

二、流动性环境将主导债券走向

8月以来市场对流动性宽松的预期较高，而经历完7月的全面降准后，央行的流动性投放整体平稳，这一预期差使得短端利率持续上行，1年期国债利率上行幅度达26bp。与此同时，经济下行压力的增加，以及市场风险偏好的下降，使得长端国债利率中枢波动。短端利率的上行以及长端利率的震荡导致1年10年国债利差收窄至48BP，创今年以来新低。

在经济加速下滑的背景下，长端国债利率始终维持在2.8%以上，显示市场对经济下行的定价已经相对充分。未来经济的走弱尽管仍将延续，但失速坠落的风险有限，这使得基本面因素对利率的影响幅度有限。此外，恒大事件发生后，债券市场整体表现平稳，反映市场更倾向于认为恒大违约为一次性冲击，对整个金融体系的冲击有限。我们认为四季度对市场影响较大的因素可能是央行流动性环境的宽松。随着三季度经济基本面的持续走弱，央行有望在四季度进一步降准，这一举动有望推动债券市场利率下行。而在基建和地产难以大幅发力的情况下，宽货币引发宽信用、最终导致收益率上行的概率有限。

图1：1年和10年国债收益率利差，BP

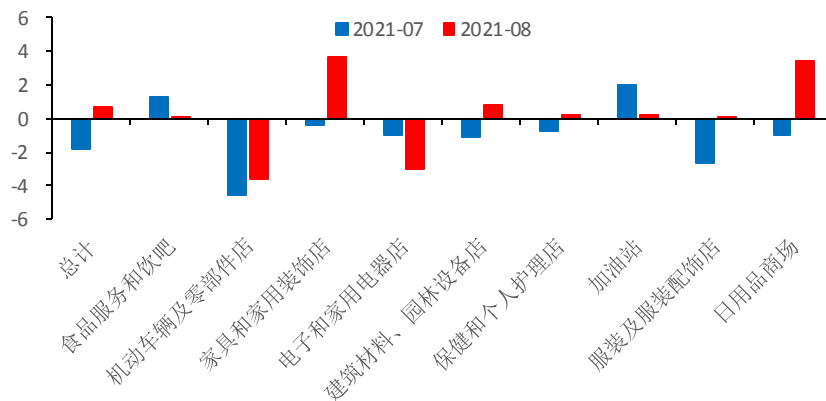


数据来源：Wind，安信证券

三、海外市场担忧情绪得到暂时缓解

在美国单日新增确诊病例攀升之际,美国8月零售数据却意外走强(环比0.7%、预期-0.8%、前值-1.8%),这引发了市场对美联储提前削减货币支持的担心。但考虑到美国疫苗接种速度接近停滞(9月以来维持在0.2针/每日每百人左右),通胀水平维持高位,财政补贴力度减小,高频的经济活动指数和信心指数也在持续走弱,预计美联储提前缩表的概率较低。

图2: 美国7月和8月零售销售分项环比, %



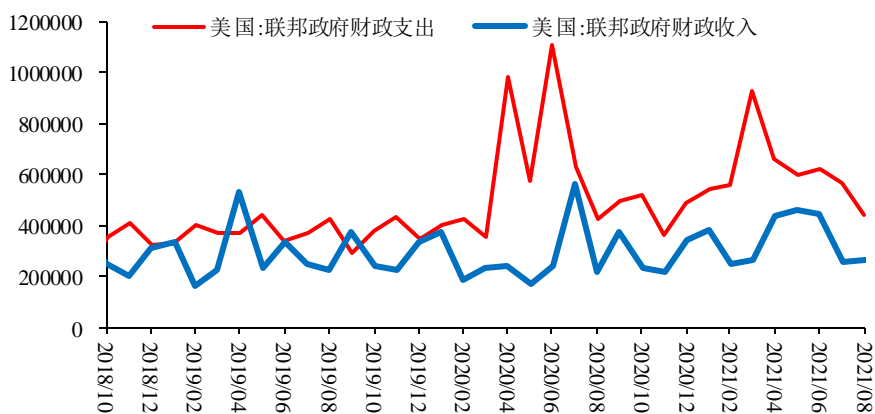
数据来源: Wind, 安信证券

随着美国国会夏季休会期的结束,美国众议院于9月21日晚通过了一项由民主党起草的持续决议(Continuing Resolution),旨在通过临时拨款维持联邦政府正常运行到12月3日,并且暂停债务上限机制至12月16日。

债务上限的机制起自罗斯福新政时期,是美国国会对政府债务总规模的法定约束。当联邦政府实际债务规模逼近法定上限时,国会可通过暂停或提高债务上限的方式,在一段时间内继续授权联邦政府扩大债务规模。上一次针对债务上限的操作发生在特朗普任职总统时的2019年,美国国会暂停了约22万亿美元的债务上限要求,为期2年直至今年8月1日。

此前美国两党并未就 10 月 1 日开始的新财年的预算法案达成一致意见，因此联邦政府面临着财政预算拨款未能及时到达而停摆的风险。并且由于债务上限的存在，美国财政部发债受限，对金融市场、尤其是债券收益率的稳定也有着直接影响。

图3：美国联邦政府财政支出与收入，百万美元

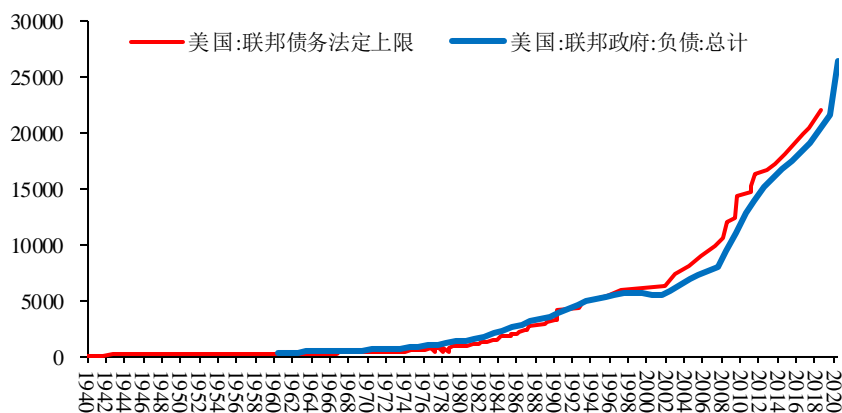


数据来源：Wind，安信证券

美国财政部长耶伦曾于上周发出警告，称下个月（即 10 月）美国政府用于财政支出的资金可能耗尽，如果白宫和国会未能及时提高债务上限，美债将面临技术性违约，并会产生广泛的经济影响。2013 年美国面临类似难题时，美联储曾讨论过偿债违约后可能采取的应对措施，诸如财政部将优先偿还债务中与美债相关的本金和利息、银行可将违约美债计入风险资本、美联储提高购债规模或通过紧急窗口释放贷款等，以减小技术性违约所引发的风险。

从本周一美股的变化情况来看，市场对美债违约的风险可能进行了部分定价。但随着持续决议在周一晚间获得众议院通过，预计债务上限的问题在短期内对市场情绪的扰动将减弱。

图4： 美国联邦政府负债总计和法定限额，十亿美元



数据来源：Wind，安信证券

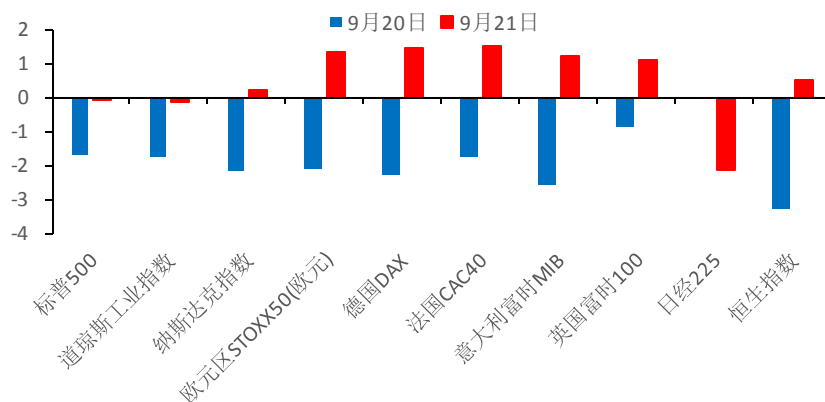
美国财政年度为当年10月1日至次年9月30日

近日正值美股在高位调整之时，市场对利空因素的反应相对敏感，引发市场近期大幅波动的因素可能与恒大事件有关。

有观点认为恒大事件可能引发类似雷曼兄弟破产后的连锁反应，并且对房地产业、以及与之关联较为紧密的银行业也产生了担忧。但参考此前包商银行和海航的处理方式，此次恒大事件相关债权人的挤提行为的影响可能会被控制在有限的范围内，由恒大所带来的对市场的冲击可能不会超过包商银行事件所产生的影响。与此同时，经合组织也表示，中国政府具备缓解冲击的财政和货币方面的能力。

在市场的紧张情绪得到暂时缓解的背景下，全球主要市场的股指在周二的交易日大多出现了反弹，之后的市场焦点更多集中在新一期美联储议息会议的结果上。

图5：全球主要股指近2个交易日的涨跌幅，%



数据来源：Wind，安信证券
日本9月20日休市

昨晚美联储公布了9月FOMC会议结果，会议决定维持基准利率0-0.25%、以及每月1200亿美元（800亿美国国债和400亿MBS）的资产购买规模不变；并认为如果经济朝着就业和通胀目标的进展得以按预期维持下去，那么FOMC可能将很快放缓资产购买进度（即开始实施Taper）。

经济预测方面，美联储此次将美国2021年GDP增速预测从7%下调至5.9%、失业率预测从4.5%上调至4.8%、PCE通胀预测从3.4%上调至4.2%、核心PCE预测从3%上调至3.7%。这与近两个月以来各项经济数据所反映的趋势较为接近，即美国经济复苏放缓、结构性失业问题短期难以缓解、通胀中枢仍然维持高位。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26802



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn